

Como a maior parte do mercado, não esperávamos o anúncio do Fed de extensão indeterminada do programa de compra de títulos, que entra para a história econômica como QE3 e poderia também ser chamado, talvez mais apropriadamente, de QE[n-1] – tal qual a garrafa de cerveja numa mesa animada de bar, a atual é sempre a penúltima, sempre há espaço para mais uma. O conseqüente enfraquecimento do dólar americano após a reunião do FOMC do dia 13 fez com que nossas posições ligadas ao tema de longo prazo de fortalecimento do dólar americano atingissem níveis pré-determinados de *stop loss*, e passamos o restante do mês praticamente sem atuar no mercado de câmbio.

Como hipótese de trabalho, passamos a assumir que o Fed (e, por conseqüência, a maioria dos bancos centrais do mundo desenvolvido) entrou na fase em que praticamente não há limites para sua atuação – ou que todos os efeitos colaterais da expansão monetária serão ignorados até que o objetivo elusivo de baixar a taxa de desemprego seja alcançado.

Uma maneira que tem se tornado popular de sistematizar essa idéia central é assumir que passará a haver uma meta para o nível do PIB nominal, que, se alcançada com quaisquer combinações não-destrutivas de crescimento real e inflação, implicará numa economia rumando para o nível de desemprego desejado. Grande fé na possibilidade de controlar a inflação em um nível “*goldilocks*” (nem tão alta, nem tão baixa, apenas desejável) e no profeta Okun, portanto. Para isso, as ferramentas escolhidas por enquanto são juros (ao longo da curva soberana e de títulos ligados a hipotecas) baixos e controlados por muito tempo, mas não nos espantaria ver as atuações se estendendo, em caso de mal estar nos mercados, à dívida corporativa e até ações (neste caso já há o exemplo, do influente Stanley Fischer, no Banco de Israel, a ser emulado).

Cabe aqui não analisar as falhas e limitações dessa visão, mas tentar imaginar suas implicações para os mercados e preços de ativos. Na nossa primeira carta mensal deste ano (referente a dezembro de 2011), listamos três cenários que julgávamos prováveis para os meses seguintes, que nomeamos: (i) “Continuação”, (ii) “Ruptura” e (iii) “Repressão financeira” (ou “Aprofundamento”). Com a evidência mais recente, é possível imaginar que o risco de ruptura similar a 2008 está, por ora, afastado; e começamos a desconfiar que grande parte dos bancos centrais do mundo está fazendo uma escolha, mais ou menos consciente, pelo aumento da “repressão financeira”. O ingrediente explosivo que ainda falta é a inflação, ainda baixa para padrões históricos e livre da influência, que julgamos decisiva, de pressão por salários nominais maiores. Assim, ainda não temos o caso completo para um tema generalizado de preços nominais em alta, mas definitivamente é uma idéia para ser acompanhada com atenção crescente.

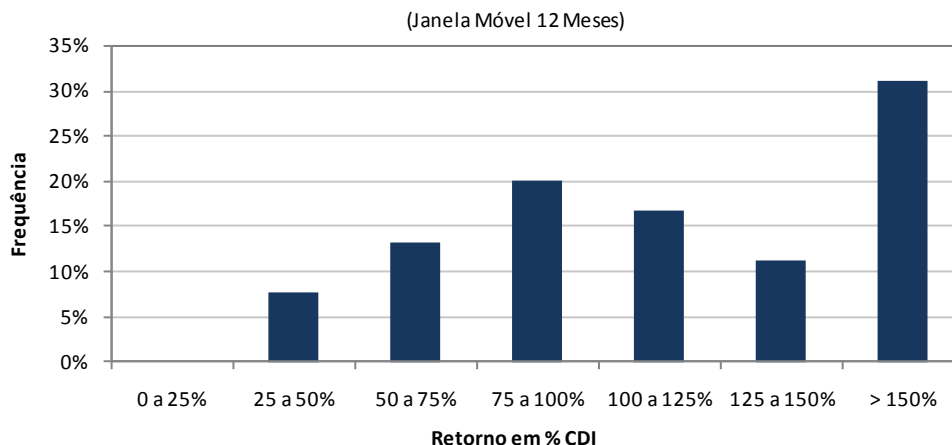
Outro aspecto da “repressão financeira” que destacamos diversas vezes em nossas cartas é o controle, direto ou indireto, de um número cada vez maior de preços de mercado por governos e bancos centrais. Este aspecto da conjuntura torna a tarefa de alocação de ativos especialmente difícil, já que preços não refletem equilíbrio de compradores e vendedores racionais e acumula desequilíbrios que se transformarão em eventos extremos (daí a acreditarmos que é falsa a idéia de que bancos centrais tem diminuído os ditos “riscos de cauda”, justo o contrário). Acreditamos que um efeito colateral importante do *zeitgeist* em política econômica é a destruição de dívida, e, por consequência, de capital investido. Tempo, portanto, de zelar pela preservação deste, tentando lucrar com as assimetrias dos eventos extremos descritos acima.

Amundsen

Como mencionado, o anúncio de mais uma rodada de compra de títulos pelo Fed enfraqueceu o dólar americano de forma generalizada e nos fez sair da maioria de nossas posições compradas em DXY e vendidas em AUDUSD na primeira metade do mês. Também perdemos com o fechamento da parte longa da curva de cupom cambial. Os destaques positivos foram as posições táticas compradas em alguns índices de ações e a compra de inflação implícita.

Atribuição de Performance	
Amundsen FIC	0,12%
Moedas	-0,53%
Dólar	-0,53%
Bolsa	0,08%
Local	0,08%
Juros	0,12%
Inflação	0,46%
Cupom Cambial	-0,19%
Pré	-0,15%
Opções	0,00%
Relative Value	-0,02%
Carregamento	0,53%
Custos	-0,06%

Histograma de Retornos - Amundsen FIC



Nansen

Tivemos pouca movimentação no Nansen durante o mês, com poucas idéias de posições com assimetria de ganhos desejável. Perdemos pouco com a posição tomada em cupom cambial, compensando com ganhos na compra de inflação implícita.

Atribuição de Performance	
Nansen FIC	0,54%
Moedas	0,08%
Dólar	0,08%
Juros	0,05%
Pré	-0,02%
Inflação	0,13%
Cupom Cambial	-0,06%
Opções	0,00%
Carregamento	0,53%
	-
Custos	0,11%

Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

